九月将是内外效应叠加的决战时点

报告要点

■ **9 月中国经济增长动力受内外效应叠加而回落**

如我们所料，三季度作为全球去基数和内外叠加集中时期，经济在内忧外患下的回落颇为正常，他不仅表现为总供给的削减，还体现为总需求在调控压力下的自我收缩，而 7 月份社会消费零售的突然下滑，则使得需求回落从投资品向消费品的传导已经显现。在这种情况下，财政刺激虽然在 8~9 月陆续出台，如新兴能源产业和区域振兴规划，以及 9 月中旬即将公布的九大新兴战略产业规划，但是在货币政策并不宽松而地产调控依然趋紧的背景下，我们难以指望实体经济在短期内会有很好的表现，因此对 9 月份的基本面依然维持谨慎态度。

■ **政策刺激效应减弱将继续拖累美国经济复苏**

近期美国地产市场出现大幅下滑，与之相伴的是依旧低迷的就业和消费，使得美国经济显著落后于欧元区的表现。就长期而言，美国当前正处在 18~20 年的库兹涅茨周期的转折点上，在失去了反周期政策拉动的情况下，出现历史低位的情况尽管超过市场预期，但仍可理解，毕竟在一轮大周期结束后的转型期内，反复波动的经济是正常的危机余震，但是进一步出现大幅下滑的可能性也在不断缩小。虽然外围二次探底概率不大，但是外需回落对中国出口的拉动即将在这时开始滞后显现，使得内需已然领先放缓的中国经济遭遇内外叠加的困扰。

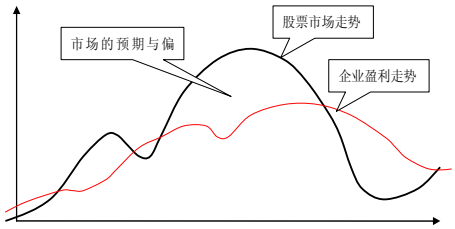
■ **美弱欧强的短期差异依然不改美元中期回升**

目前来看，8 月份全球经济数据下滑带来的避险情绪是公认的逻辑主线，就基本面而言，虽然美国数据并不十分好看，但是其毕竟具备相对安全的国债市场支撑。我们认为美元反弹技术性的因素短期内较强，美元尚不足以具备全面的稳步走强基础，因此仍需要一定的筑底和确认过程，但是值得肯定的是，美元下行的走势已经发生了变化，目前面临的仅是上升阻力大小的问题，总体来说筑底性的走势已可以确立。

■ **投资策略：9 月市场仍将维持弱势格局**

市场的弱势震荡反映出政策的无所适从。一方面是 9 月之后经济进一步下滑的可能，另一方面则是农产品、房价波动引致的价格管制压力。如此，政策追随通胀陷入两难，用罗杰斯先生的话说，“除非你知道你在做什么，否则你最好什么都别做”，那么，政策选择观望、落实更为可行。就短期而言，经济数据所显示的信号意义尤为重要。因此经济数据公布之前的股指运行仍将以弱势为主，在价格调控目标尚未实现的情况下，任何对于政策放松的预期都是奢望。

图：股票市场中的反身性



资料来源：长江证券研究部

相关研究

《当政策遭遇内外冲击下的两难》
《政策组合微调与经济回落风险》
《短期反弹过后市场仍将震荡筑底》

分析师：
李冒余
（8621）68751605
limy@cjsc.com.cn
执业证书编号：S0490209080252
联系人：
王夏儒
（8621）68751610
wangxr@cjsc.com.cn

正文目录

正文目录 2
图表目录 3
前言：内外叠加的决战点 5
海外经济：刺激效应减弱拖累美国复苏 5
中国经济：增长动力受内外叠加而回落 9
粮食安全与通胀两难 9
投资和消费领先回落，出口将于 9 月开始下滑 15
下半年信贷略松不改流动性下滑趋势 21
投资策略：市场依旧维持弱势格局 24
附录 26

图表目录

图目录:

图：股票市场中的反身性 1
图 1：美国最新房地产销售数据不乐观 5
图 2：美国最新就业和消费数据都不乐观 5
图 3：美国退税计划对现房销售的影响 6
图 4：M2 同比与 CPI 同比均处在低位 7
图 5：美国赤字占 GDP 比重 7
图 6：美国现、新房存销比 8
图 7：不利欧元的逻辑框架 8
图 8：以 CPI、M1 和工业增加值显示实体经济处于小周期衰退 9
图 9：猪肉价格上涨带动猪粮比快速回升 10
图 10：猪肉价格上涨带动猪粮比快速回升至盈亏平衡 10
图 11：猪肉价格上涨带动猪粮比快速回升 11
图 12：猪肉价格波动的翘尾因素 11
图 13：猪肉价格与猪肉历史新增长因素 11
图 14：2010 年 8 月份主要蔬菜和水果价格涨幅回落 12
图 15：CPI 新涨价因素 12
图 16：CPI 的翘尾因素 12
图 17：PPI 分项走势 13
图 18：工业品产业链的自上而下传递不顺畅 13
图 19：美元回调引致大宗商品 7、8 月份有所反弹 14
图 20：BERNT 原油现货价格 7 月小幅反弹（单位：美元/桶） 14
图 21：PPI 新涨价因素与国际油价的关联 15
图 22：社会消费品零售增长平稳（单位：亿，%） 15
图 23：城乡消费零售增长差距逐渐缩小（单位：亿，%） 16
图 24：地产增长延续，FAI 累计增速回落至历史均值区间（单位：%） 16
图 25：单月地产开发投资和固定资产投资（单位：%） 16
图 26：分行业投资累计同比（单位：%） 17
图 27：三大产业投资累计同比（单位：%） 17
图 28：中央项目与地方项目累计同比（单位：%） 18
图 29：企业投资性质分类（单位：%） 18
图 30：单月商品房销售面积（单位：%） 19
图 31：商品房新开工面积与销售面积累计同比（单位：%） 19
图 32：商品房新开工面积与销售面积单月同比（单位：%） 20
图 33：商品房新开工面积与销售面积单月同比（单位：%） 20
图 34：中国月度进出口数据（单位：十亿美元，%） 21
图 35：新增贷款结构分析（各项贷款占比） 21
图 36：M1、M2 情况 21
图 37：自定义热钱与美元兑人民币 NDF 关系图 22
图 38：贸易顺差及同比 22

图 39：shibor 利率与存款利率之差和 CPI 同比 23
图 40：央行货币投放情况 23
图 41：历年三季度新增贷款对比（红色为预测值） 24
图 42：股票市场中的反身性 24

表目录

表 1：中国经济主要数据预测 26

前言：内外叠加的决战点

总体上，经济自主回落的态势在 7 月份已经确立，9 月之后将是回落逐渐触底的过程，这也是我们之前就提到的，三季度作为全球去基数化和内外政策叠加比较集中的时期，经济在内忧外患下的回落实在是再正常不过了。这一过程不仅仅表现为总供给的削减，包括 GDP 增长和工业增加值的回落；还体现为总需求在调控压力下的自我收缩，比如我们观察到流动性的持续下滑，以及随之而来房地产和股市成交量的低迷，从而引致投资增长的放缓，而 7 月份社会消费零售总额的突然下滑，则使得需求回落从投资品向消费品的传导已经显现。

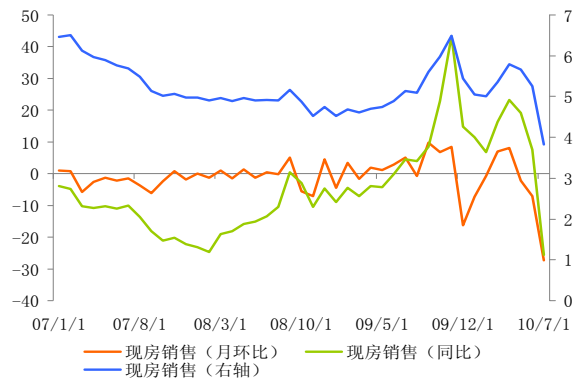
在这种情况下，3 季度作为调结构元年的过渡期，既是政策出台后的观望、落实阶段，也是实体经济在需求回落下的二次去库存阶段。而到了三季度末，虽然政府陆续出台新的投资规划，包括 8 月底的新兴能源产业和区域振兴规划，以及 9 月中旬即将公布的九大新兴战略产业规划，但是在货币政策并不宽松而地产调控依然趋紧的背景下，我们难以指望实体经济在短期内会有很好的表现，因此对 9 月份的基本面依然维持谨慎态度。

此外，内外叠加效应在 9 月份到了一个关键的时间点，也是资本市场决战中途岛的时间点。不仅仅在于上述国内投资和消费的放缓，更为重要的，在于上半年支撑经济的动力之一，出口即将在这时开始滞后回落。一方面，欧债危机的效应会在这时滞后显现；另一方面，9 月份美国迫于惨淡的就业和地产数据也必须对华采取新的汇率和贸易对策，而即将开始的中期国会大选也使得美元走势在 9、10 月份会格外复杂，从而导致大宗商品的异常波动。这些因素将从外部给予国内不可忽视的冲击。

海外经济：刺激效应减弱拖累美国复苏

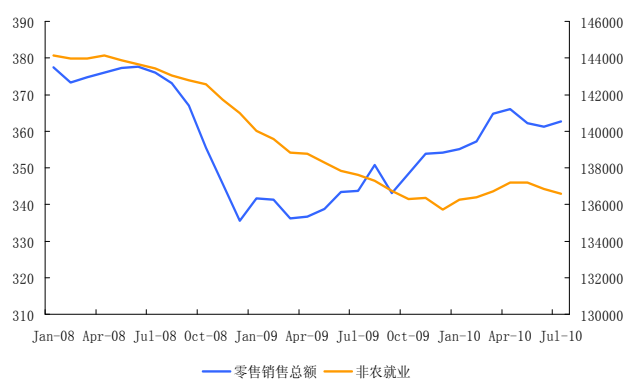
七、八月的美国房地产市场出现了历史性的大幅下滑，与之相伴的，是依旧低迷的就业和消费，这使得美国经济在三季度显著落后于欧元区的表现。就长期而言，美国目前正处在 18~20 年的库兹涅茨周期的调整点上，在失去了反周期政策拉动的情况下，出现历史低位的情况尽管超过市场预期，但仍可理解，毕竟，在一轮大周期结束后的转型期内，反复波动的经济是正常的危机余震，但是进一步出现大幅下滑的可能性在不断缩小，毕竟奥政府和美联储在时刻准备着新的刺激方案，这意味着伴随次贷危机的时过境迁后，世界经济二次探底的概率并不大。

图 1：美国最新房地产销售数据不乐观



资料来源：Bloomberg，长江证券研究部

图 2：美国最新就业和消费数据都不乐观

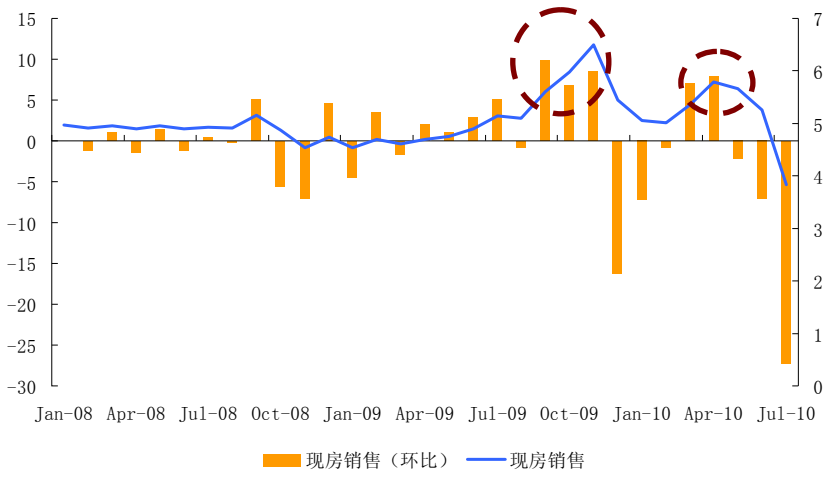


资料来源：Bloomberg，长江证券研究部

但是，在经历显地产市场著地大幅下跌后，从政策上来说，再次针对房地产出台刺激性的政策可能性也不大，而且即使出台，这方面政策对地产销售的提振也相当有限。我们应当将注意力集中于库存持续上升可能给房价带来的压力，这将会对银行资产风险产生进一步的威胁，无论是对金融业的支持政策还是本身银行业风险的变化都更值得跟踪，而寄希望于通过政策刺激再去快速拉动房地产市场景气是不太现实的，结合目前处在大周期拐点的判断，地产需求的缓慢恢复是大概率事件。

原因有二。一方面，经过两轮的退税政策刺激，对于原有的购房刚需已经产生了很大程度的释放，已被透支的住房需求决定了即使新一轮的刺激计划边际提振的效应也会呈明显递减趋势。在下图中我们对比了去年开始的两轮退税政策对房地产销售提振的效果。我们可以看到，无论是从环比的拉动情况，还是绝对数量的刺激结果，延续后的退税计划下现房销售的回升情况都明显的弱于首次刺激的过程。这种已有的边际效应减弱事实既表明了刚性的购房需求已经被充分释放甚至有透支的可能性，同时也在政策面上降低了再次出台新的类退税的地产刺激计划。

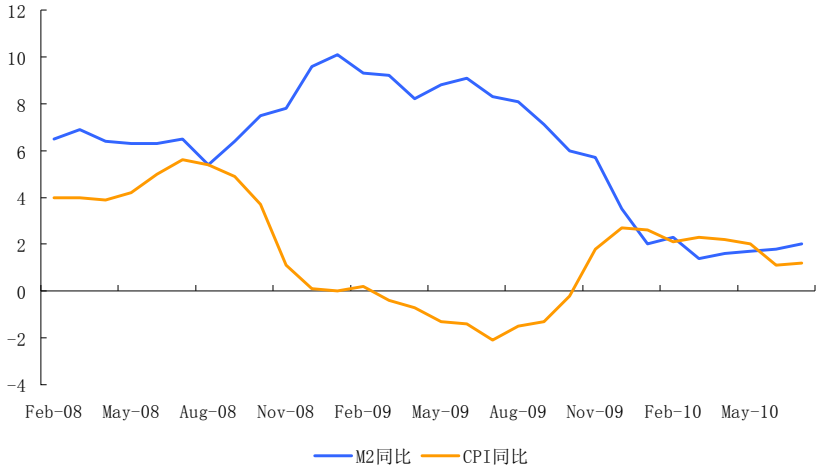
图 3：美国退税计划对现房销售的影响



资料来源：长江证券研究部

另一方面，如前所诉，目前美国的就业、消费均处于大幅下滑的势头中时，仅想依靠地产政策就能快速提升销售情况，只是独木难支，经济基本面的支撑很重要。与其类似的，还有已维持较长时间的低利率政策，和大规模的量化宽松政策。扩张性的货币政策目的在于通过降级资金成本来间接刺激投资需求甚至消费需求，但长时间的低利率和大量的货币投放量在当前不仅没有引起显著地通货膨胀局面，甚至仍旧处在通缩的边缘，而通胀在年初时是很多投资者所最担心的问题。之所以没有出现通胀的原因，就是就业和消费的持续弱势使得有效需求不足以拉动强劲的增长，如下图。

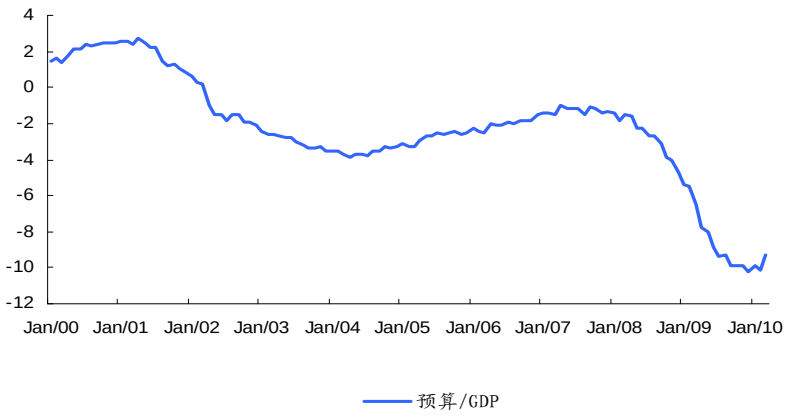
图 4：M2 同比与 CPI 同比均处在低位



资料来源：长江证券研究部

另外，美国政府在财政赤字上的捉襟见肘也令新的地产刺激政策再度出台难以实现，这对于缺乏增长点的美国打击重大，也增加了美国对出口的依赖性。美国政府债台高筑，削减赤字的目标使得再次推出大规模刺激政策的可能性极低，7 月 23 日奥政府公布了一份评估报告，将对 2010 财政年度联邦预算赤字的预期下调 850 亿美元，同时今年年底联邦赤字降至 1.47 万亿美元，而不是此前预期的 1.56 万亿美元，占 GDP 的比例从预期的 10.6%降至 10%。在就业和消费市场持续低迷的情形下，政府首要解决的是非农就业能否持续增长这个事关全局的核心问题，因此在捉襟见肘的困难局面下刺激房产市场的手段有限。

图 5：美国赤字占 GDP 比重

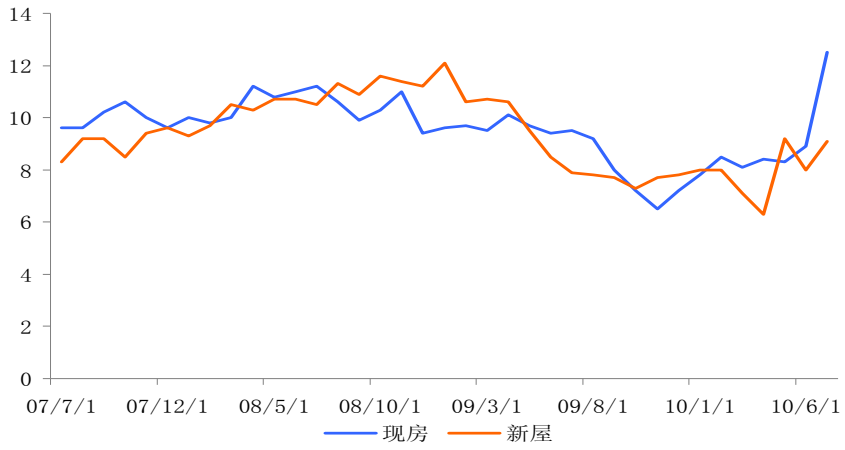


资料来源：长江证券研究部

最后，从最新公布的 7 月份的成屋销售数据来看，销售量大幅下滑，存销比也大幅飙升。而库存持续的高位以及房地产商对于地产信心的持续低位，这些因素都可能导致地产商通过房价的下跌来消化目前库存的高位情况。就同时面对依旧在高位攀升的房贷违约率和止赎率来说，房价如果持续下滑，将加大对美国大型银行所面临的资产和金融风险，银行业坏账情况如果再度出现恶化，这将导致政府方面不可能做事不理，因此这方面的政策乃至银行风险的变化，相比较单独针对房地产市场出台刺激政策可能的关注，更值得我们在后期跟踪。总体

上，在目前美联储已经通过议息会议释放出新的量化宽松政策的背景下，这毫无疑问配合着美国政府 9 月份的外贸和汇率政策，以及财政部迫切的国债融资需求，这使得美元走势呈现异常复杂的波动性。

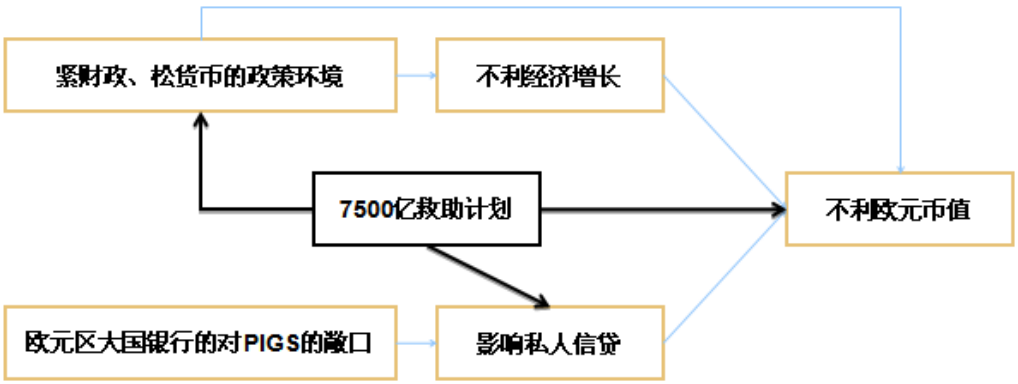
图 6：美国现、新房存销比



资料来源：长江证券研究部

当然，尽管短期内我们看到了美欧复苏出现了新的分化，但是基于我们对历史经验的把握，财政收缩引致下的中期基本面差异扩大仅是四季度欧元下行可能的一个方面，除了政策面不利未来经济增长的途径，对私人信贷市场的扭曲也是另一条主线，在 7500 亿的救助计划背后暗含着多种压力欧元的途径，下图展现了我们的逻辑框架。

图 7：不利欧元的逻辑框架



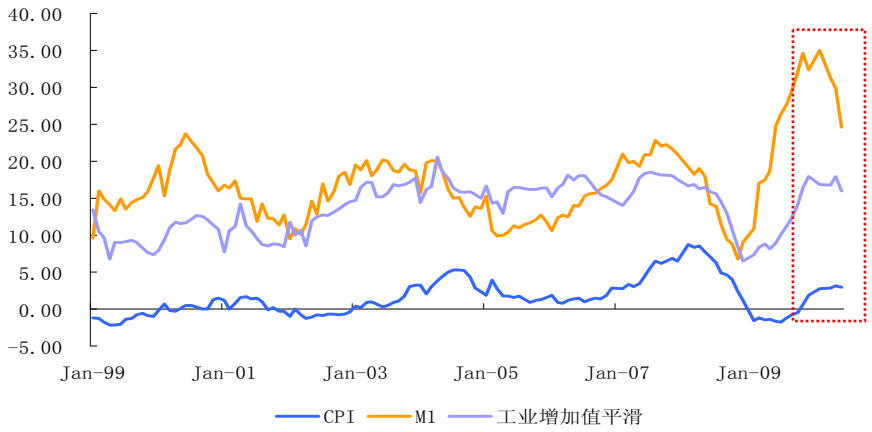
资料来源：长江证券研究部

目前来看，8 月份全球整体经济数据下滑所带来的避险情绪的再度爆发是一条较为公认的基本逻辑主线。就基本面而言，虽然美国数据并不十分好看，但是其毕竟具备相对安全的国债市场支撑。我们认为美元反弹技术性的因素短期内较强，美元尚不足以具备全面的稳步走强基础，因此仍需要一定的筑底和确认过程，但是值得肯定的是，美元下行的走势已经发生了变化，目前面临的仅是上升阻力大小的问题，总体来说筑底性的走势已可以确立。

中国经济：增长动力受内外叠加而回落

7 月份的数据让我们对小周期衰退的必然性与复杂性有了更深刻的把握。市场在 2700 的反复争夺中，还是以调整回落证明了基本面的意义。伴随通胀压力使得流动性因素低于市场预期，政策放松预期将越来越不确定，而生产者价格指数的超预期回落也充分验证了我们对小周期衰退的判断，这预示着伴随产出增长回落经济的真实底部最早也将在四季度出现。我们在之前的报告中探讨了财政收缩对市场预期的改变，自 8 月份开始，政策刺激所引致的外生增长似乎难以向经济自身的内生增长转变，因此，全球投资者再次由于担忧经济复苏的前景而以做空方式促使资本市场下跌寻底，这实在是再正常不过的一种负反馈效应，或者说，是对实体盈利、流动性杠杆以及政策力度的一种理性回归。而到目前为止，伴随数据的低于预期，这些会更加使市场对政策和经济有一个新的认识。

图 8：以 CPI、M1 和工业增加值显示实体经济处于小周期衰退



资料来源：长江证券研究部

粮食安全与通胀两难

7 月份国内 CPI 同比上涨 3.3%，如我们预测的一般进入顶部区域；PPI 同比上涨 4.8%，大大低于我们预期 6%，另一方面也验证了上游衰退的领先性。当然，我们并不排除在粮食安全和猪肉脉冲影响下，通胀由于滞后性而继续维持高位震荡的可能性。事实上近期粮食安全问题已经引起管理层的高度关注，全国人大常委会上周专题询问了粮食安全问题，这在中国尚是首次，也引起了我们的关注。

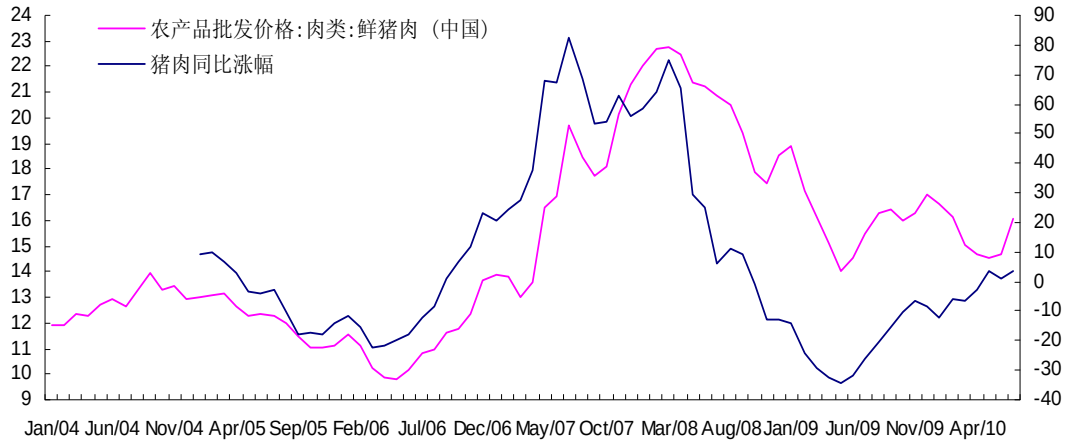
就我们的研究来看，高层的担忧并非空穴来风。7 月份物价的大幅上涨就是明证，而其中存在诸多干扰因素，最重要的依然是猪肉涨价问题。猪肉价格在 7~8 月份迎来收储后的第一轮快速反弹。我们在上月提出，6 月 CPI 同比下滑并不能过早的解读为通胀已经见顶，7 月肉价的报复性上涨仍有较大的可能，主要就是基于对猪肉的跟踪。我们分析有以下一些因素促使夏季通胀脉冲：

第一，据农业部统计，6 月底全国生猪存栏 4.37 亿头，其中能繁母猪存栏 4680 万头，比去年 12 月底的 4.69 亿头和 4910 万头分别下降 6.9%和 4.7%，比去年同期分别下降 2.4%和 4.1%，生猪供求关系明显改善，但是由于能繁母猪占生猪存栏的比重达 10.7%，仍高于 9%~10%的历史正常水平，预计后期生猪供应是有保障的，事实上就供求而言生猪价格出现大幅上涨的可能性不大。

第二，每年 9~10 月份中秋节前后，我国将逐步进入猪肉消费旺季，季节因素必将导致这时的猪价仍将保持目前回升势头。

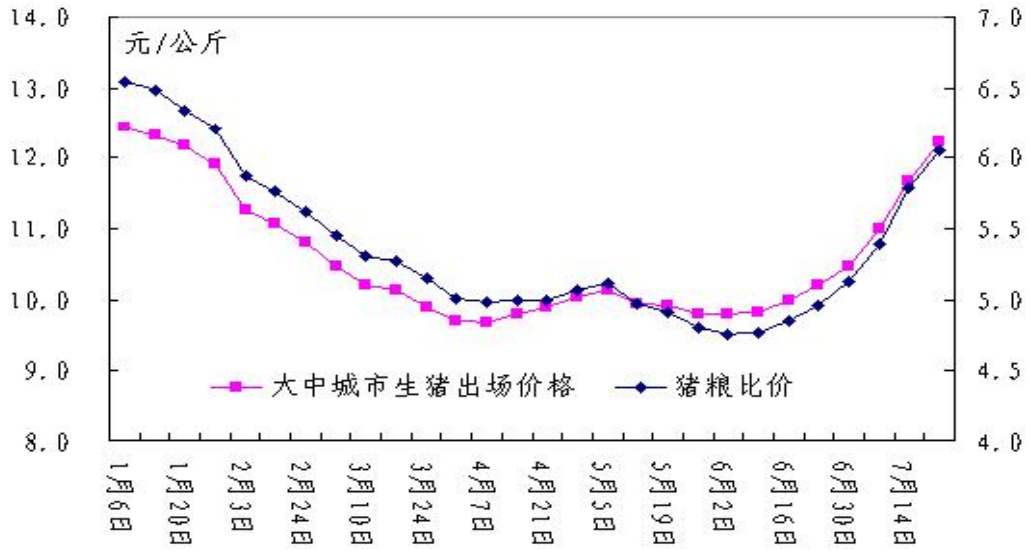
第三，国家 4 月以来的五次收储的政策效应，以及南方持续暴雨等干扰，都使得生猪存栏减少和疫病暴发的预期加强。

图 9：猪肉价格上涨带动猪粮比快速回升



资料来源：CEIC，长江证券研究部

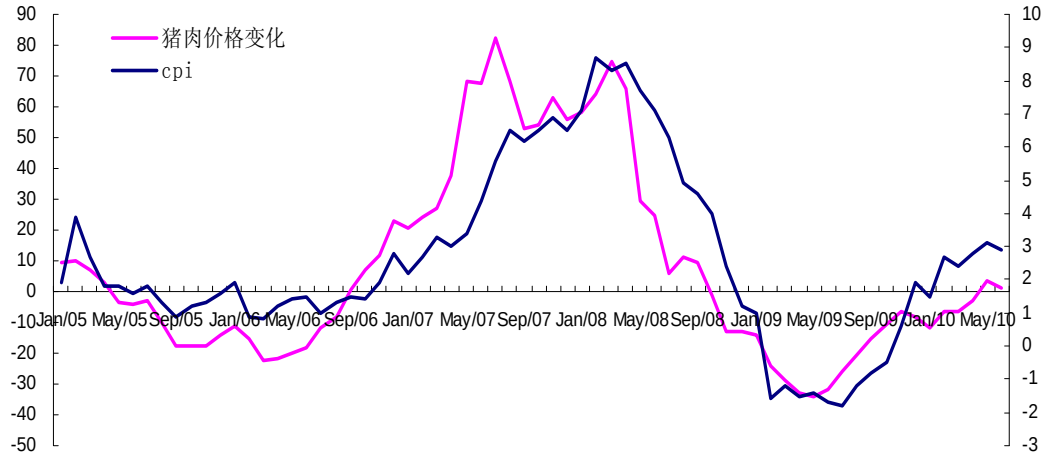
图 10：猪肉价格上涨带动猪粮比快速回升至盈亏平衡



资料来源：长江证券研究部

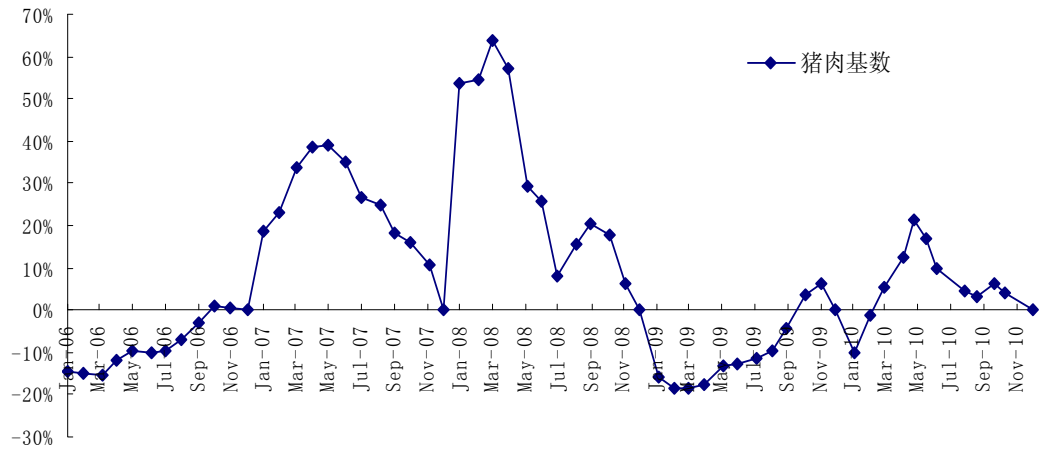
而从我们的量化模型来看，物价走势因其特殊性而与猪肉价格高度相关，二者在趋势上基本保持一致。我们通过测算猪肉价格的翘尾和新增长因素得出，尽管 8、9 月份的 CPI 仍存在由新增长因素带动的高位震荡反复的可能，但是从下图来看，影响 CPI 的基期已经从 5 月份后逐渐消退，而从新增长的季节性规律来看，三季度因夏季和黄金周消费影响出现短期价格波动也实属正常，我们认为近期 CPI 同比已处高位，四季度物价下行仍是大概率事件。

图 11：猪肉价格上涨带动猪粮比快速回升



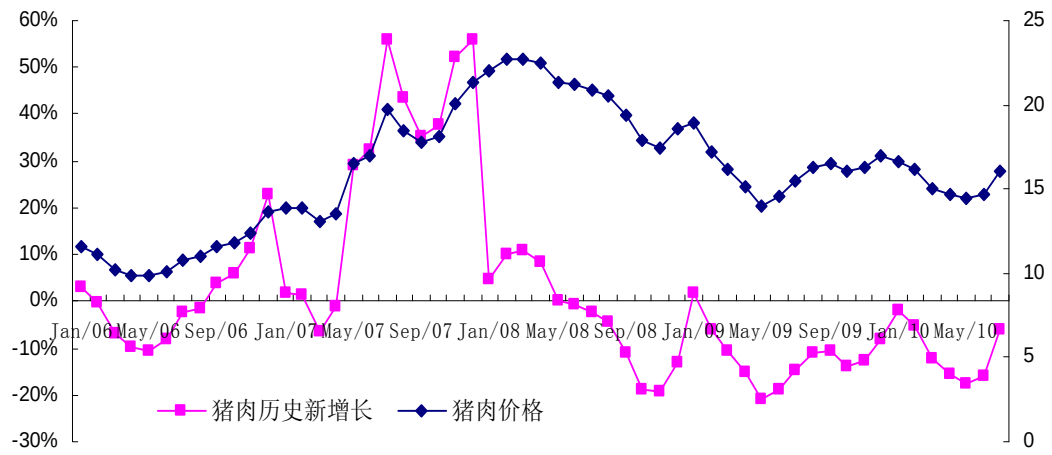
资料来源：长江证券研究部

图 12：猪肉价格波动的翘尾因素



资料来源：长江证券研究部

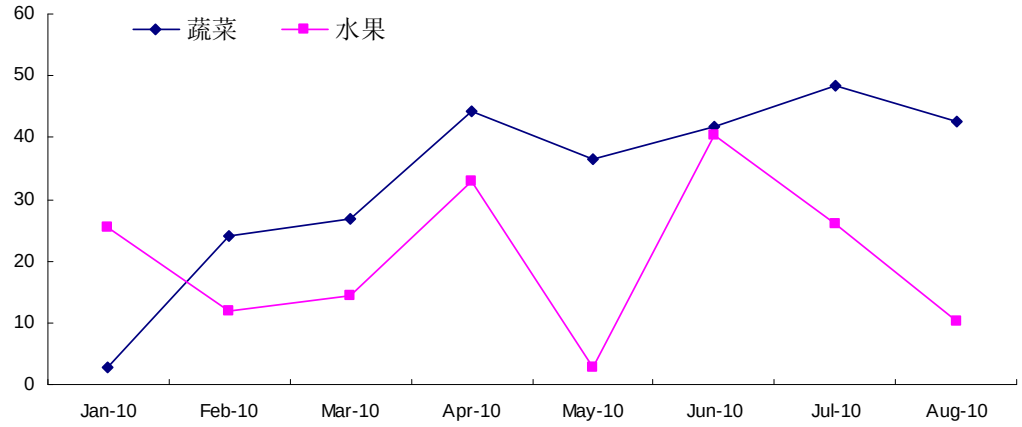
图 13：猪肉价格与猪肉历史新增长因素



资料来源：长江证券研究部

在猪肉之外，夏季消费热潮导致菜价短期波动的也是一个重要原因。发改委曾经提出，当前已进入蔬菜上市旺季，随着气温持续回升，居民消费需求的回暖必然导致蔬菜、水果价格的季节性上涨。但是，伴随供给后续的增加，预计这种上涨难以在供求制约下持续很久。

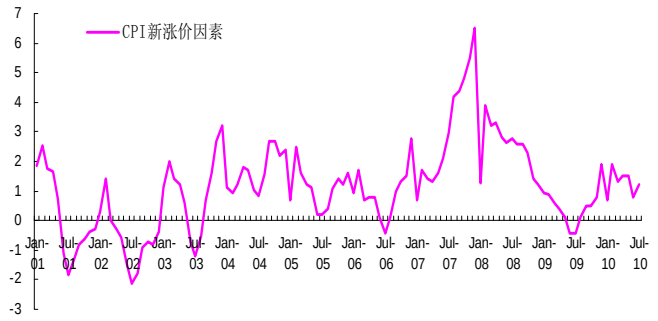
图 14：2010 年 8 月份主要蔬菜和水果价格涨幅回落



资料来源：长江证券研究部

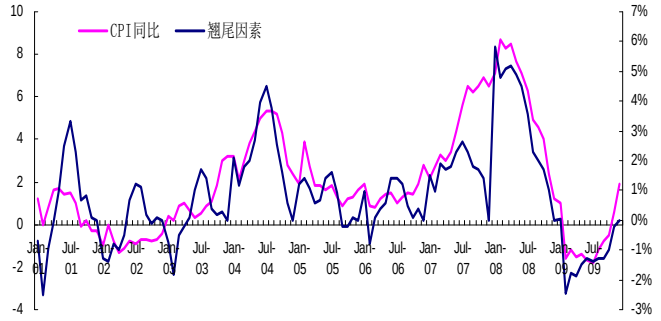
最后就是夏粮减产所带来的市场对粮食安全的担忧。虽然决定国内粮食供给的主要是秋粮，而农业部也表示秋粮长势较好，有夺取丰收的基础，预计今年全国秋粮面积 11.49 亿亩，有望比去年增加 1300 万亩，但是截至 8 月 19 日，全国因洪涝、台风农作物受灾面积 1.64 亿亩，这不得不让市场担忧粮食减产引发的通胀预期。而发改委近期发布言论对当前的新涨价因素表示担忧，从历史上看，通胀的新涨价确实存在上半年回落下半年回升的典型季节特征，这些都预示对通胀可能存在高位震荡的可能性。

图 15：CPI 新涨价因素



资料来源：长江证券研究部

图 16：CPI 的翘尾因素

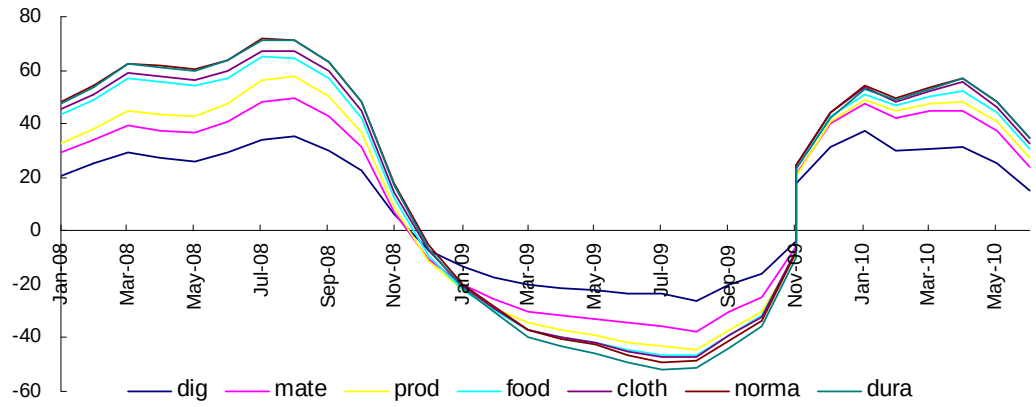


资料来源：长江证券研究部

此外，从 7 月份 PPI 的分结构数据来看，生产资料出厂价格上涨 5.7%，其中采掘工业上涨 15.2%，原料工业上涨 8.7%，加工工业上涨 3.1%；生活资料出厂价格上涨 2.1%，其中食品类上涨 3.6%，衣着类上涨 2.0%，一般日用品类上涨 2.2%，耐用消费品类下降 0.2%。7 月份，工业品出厂价格环比下降 0.4%。与此同时，我们持续观察到由工业品主导的核心 CPI 仍然低迷，由此可见价格自上而下的传递并不顺畅，使得过热仅局限于资源品和农产品，产

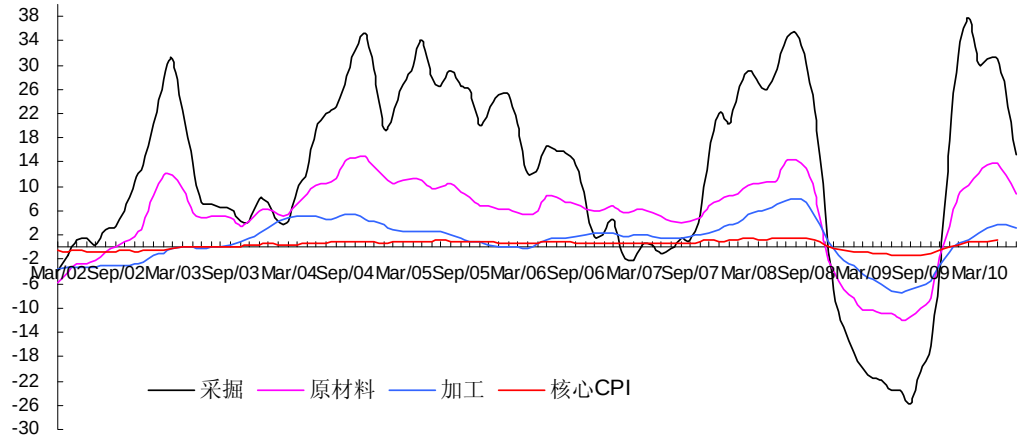
能过剩和二次去库存压力使得多数制造业的成本转嫁并不理想，因此呈现出上游原材料价格加速回落，从而反而有利于中游制造业的成本改善，但是这种改善在大宗商品价格存在高位反复的三季度依然是有限的。

图 17：PPI 分项走势



资料来源：CEIC，长江证券研究部

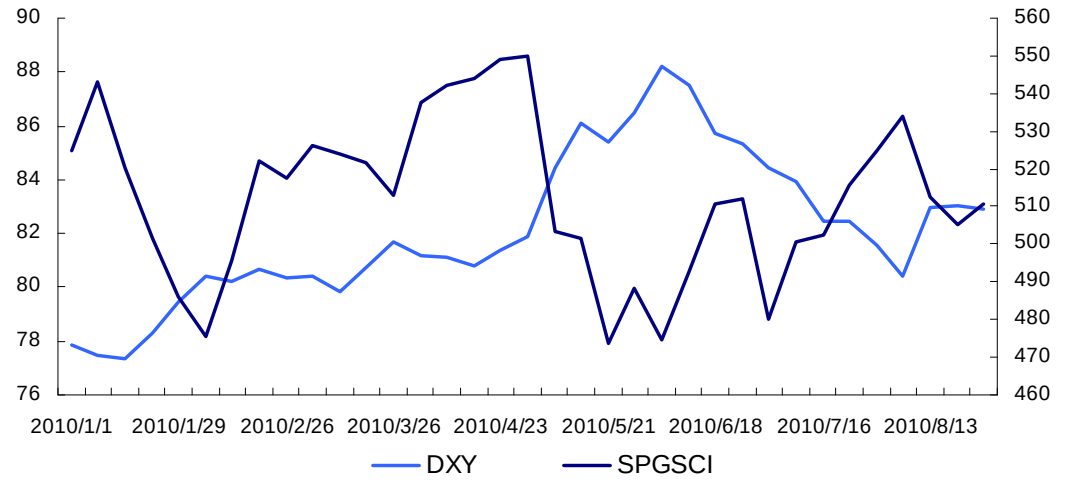
图 18：工业品产业链的自上而下传递不顺畅



资料来源：CEIC，长江证券研究部

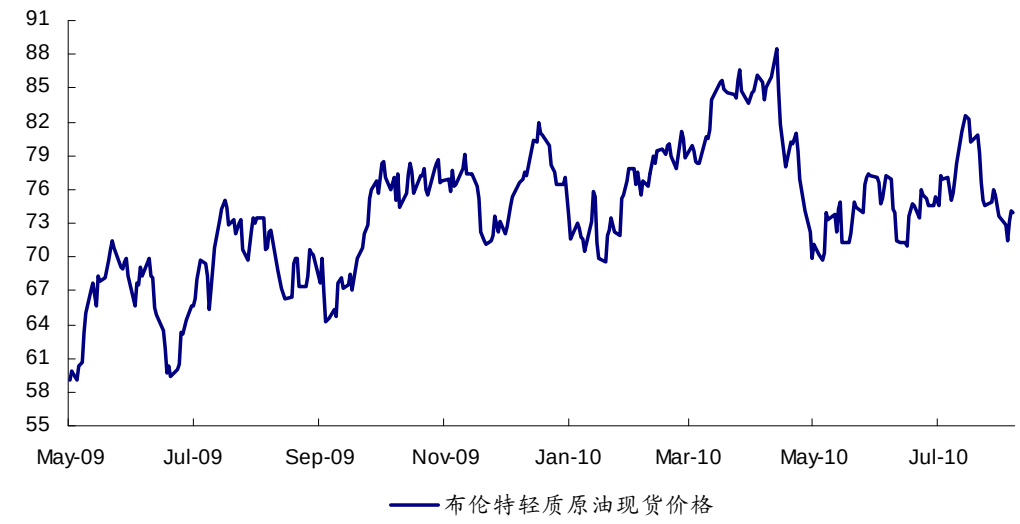
7 月份的外围市场显示，7500 亿救助在的后续影响起到了在转移视线的效果，这在客观上给予美国很大的压力，因为同样债务缠身的美国是无力继续大幅赤字的。所以，当 G20 峰会一致趋向紧缩财政，从而在未来两年降低政府赤字后，面对去基数化开始后世界经济增长的放缓，选择继续放松货币成为发达世界的首选，近期美联储甚至再次考虑是否需要新一轮货币刺激就是例证。而在 7 月，美国糟糕的数据使得市场忽然意识到美国经济复苏存在一些不确定性，这又让美元无力上涨，全球资产价格的反弹就具备了基础，尤其是于美元价格密切相关的大宗商品市场。我们认为，这种短期脉冲会导致国内 PPI 在 8、9 月份出现反复。

图 19：美元回调引致大宗商品 7、8 月份有所反弹



资料来源：CEIC，长江证券研究部

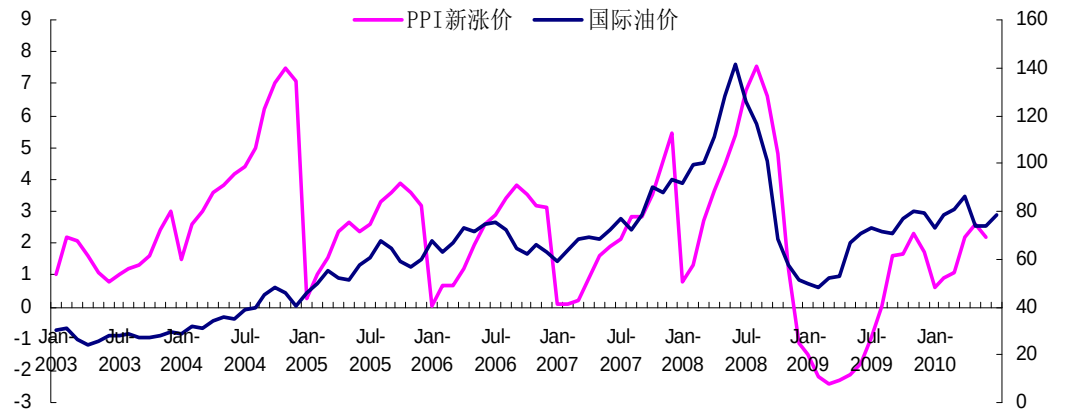
图 20：BERNT 原油现货价格 7 月小幅反弹（单位：美元/桶）



资料来源：Bloomberg，长江证券研究部

根据我们最新的测算，国内生产者价格指数与国际油价之间存在显著的关联，由于国内采取“4%-22”的成品油价调整规则，因此出现国内成本价格调整滞后国际价格波动一个月的现象，从下图来看，这一点颇为明显，因此我们认为伴随油价在高位的震荡对我国输入性通胀还是存在一定压力的，但是在美元中期存在重新回归强势的趋势下这种压力也不会很大。

图 21：PPI 新涨价因素与国际油价的关联

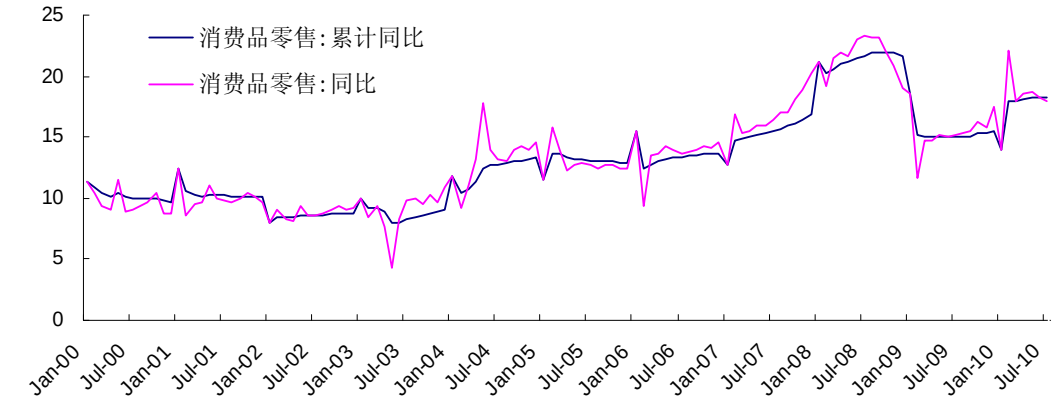


资料来源：长江证券研究部

投资和消费领先回落，出口将于 9 月开始下滑

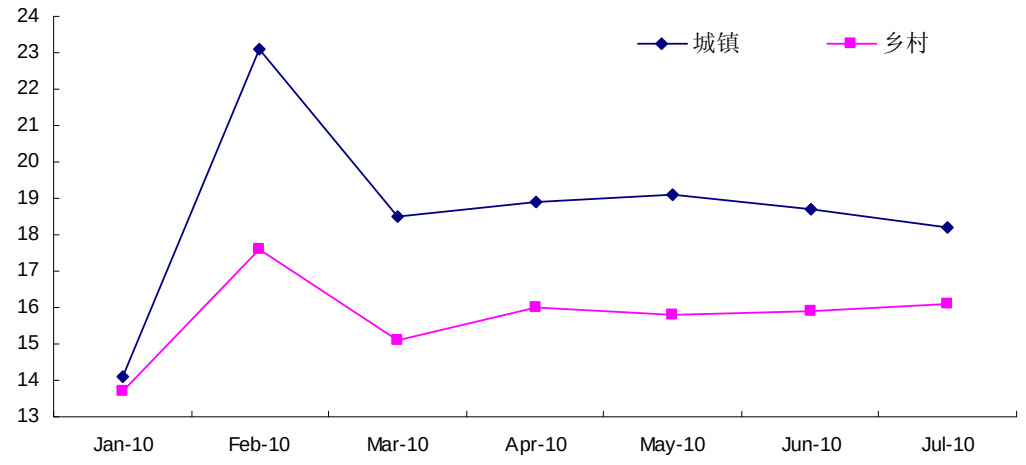
7 月份的社会消费总额达到 12253 亿元，同比增长 17.9%，较上月回落 0.4 个百分点，累计同比与上月持平，为 18.2%，扣除通胀实际增长 14.9%，增速明显回落。按照我们对下半年季节规律的把握，预计消费在四季度虽然小幅回落但仍将维持平稳增长。

图 22：社会消费品零售增长平稳（单位：亿，%）



资料来源：CEIC，长江证券研究部

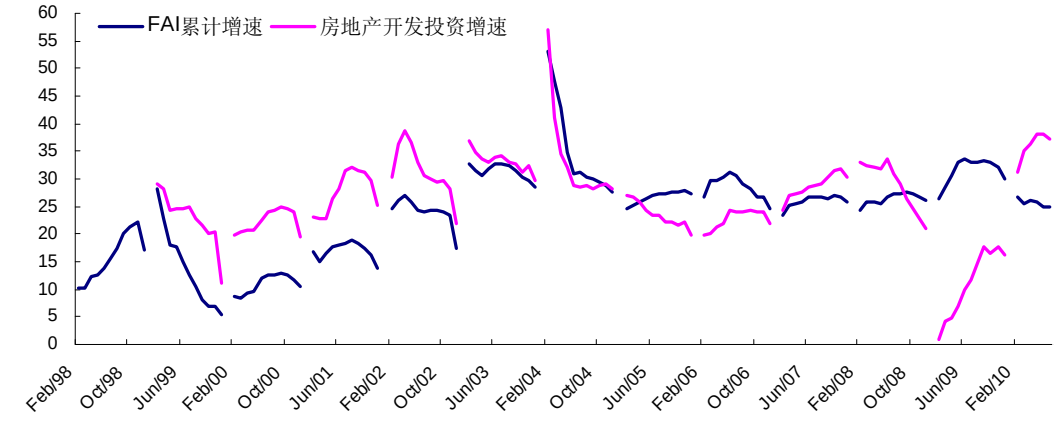
图 23：城乡消费零售增长差距逐渐缩小（单位：亿，%）



资料来源：CEIC，长江证券研究部

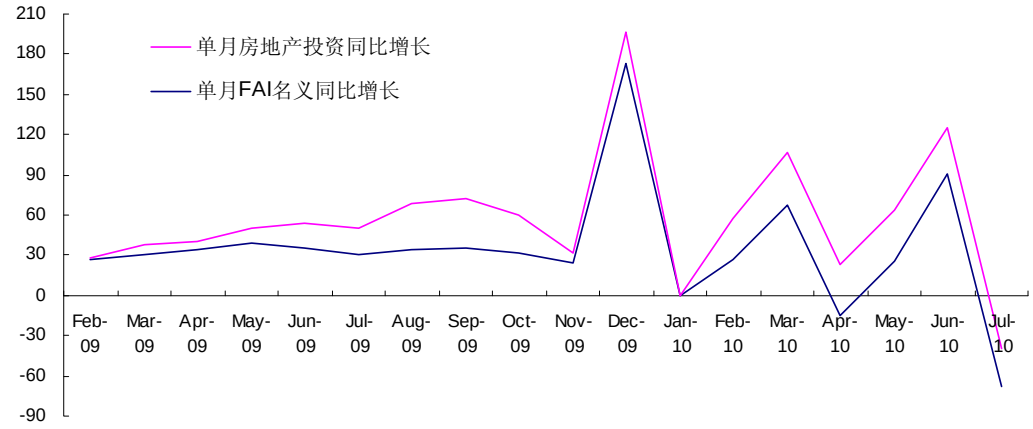
从最新公布的投资数据来看，7 月份固定资产投资累计达到 119866 亿元，累计同比增长 24.9%，较上月小幅回落 0.2，扣除价格因素增长 20%。

图 24：地产增长延续，FAI 累计增速回落至历史均值区间（单位：%）



资料来源：CEIC，长江证券研究部

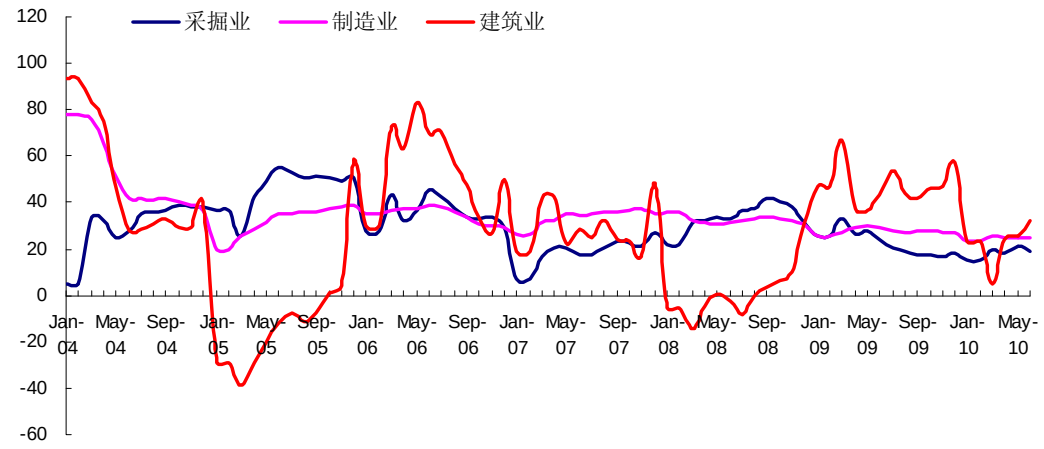
图 25：单月地产开发投资和固定资产投资（单位：%）



资料来源：CEIC，长江证券研究部

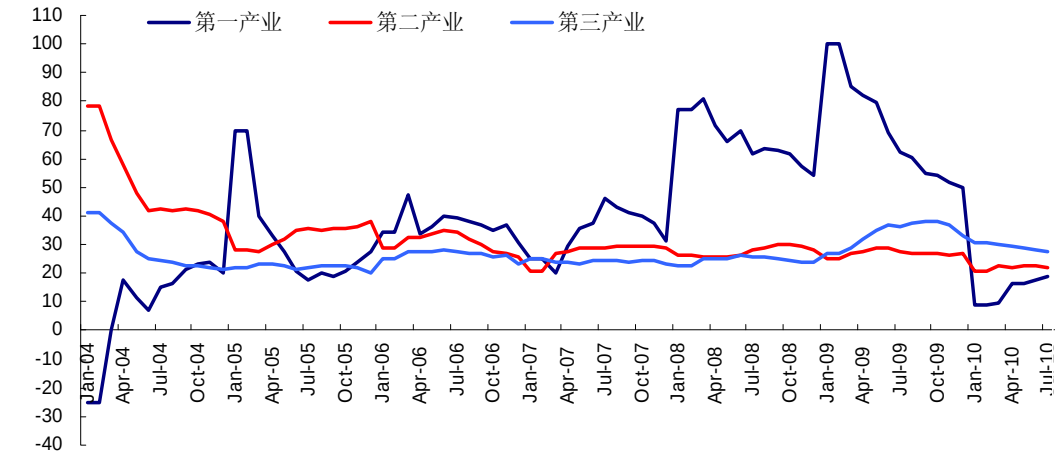
自从 4~5 月份宏观调控启动后，市场已经逐渐适应了投资总量的回落，但是也预期到政策的意图在于依靠房地产开发投资在来支撑投资稳定增长，伴随保障房的全面落实，三季度剩余月份房地产新开工的继续回升是可以预见的，这一点从下图可以看到。我们预计在节能减排压力下传统产业投资继续回落不可避免，而一旦三季度末开始伴随基数的上升，地产投资回落的趋势也不可逃避，预计全年新开工应该在 14 亿平米左右，对应的地产新开工投资增长在 22%左右。

图 26：分行业投资累计同比（单位：%）



资料来源：CEIC，长江证券研究部

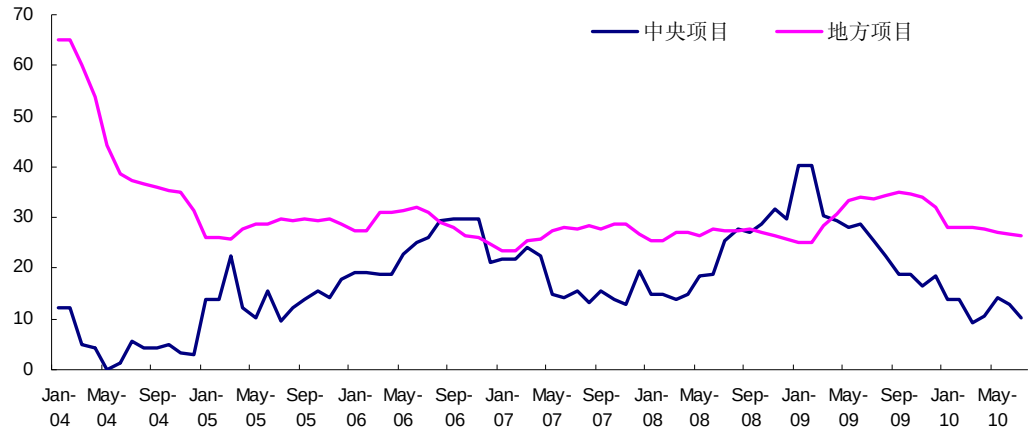
图 27：三大产业投资累计同比（单位：%）



资料来源：CEIC，长江证券研究部

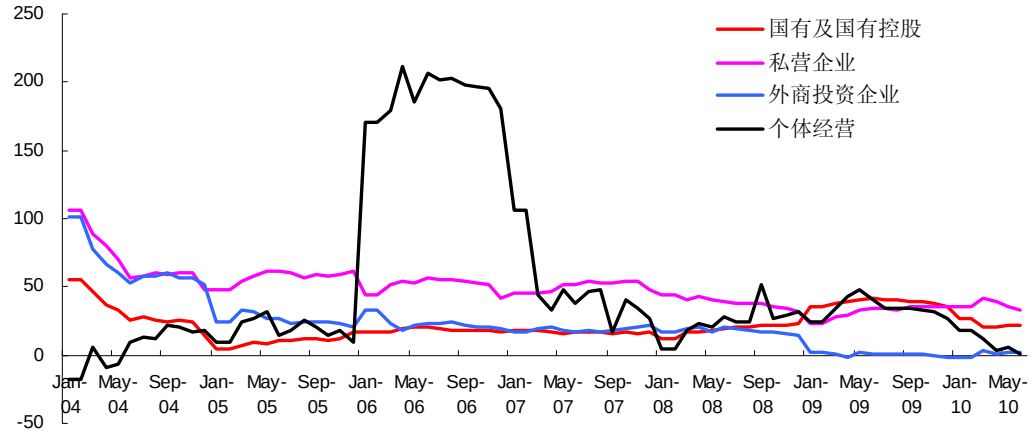
此外，从投资项目来看，7 月数据显示出中央投资继续放缓，而地方项目小幅回落，显示出政策对地方投融资平台整顿效果已经逐渐显现。而从投资性质来看，今年以来私营企业投资持续超越国有及国有控股企业投资，外商投资企业和个体经营增长则呈现低迷态势，国退民进在目前依然未达到政策预想的效果，也说明了投资回落使得增长尚缺乏新的动力。

图 28：中央项目与地方项目累计同比（单位：%）



资料来源：CEIC，长江证券研究部

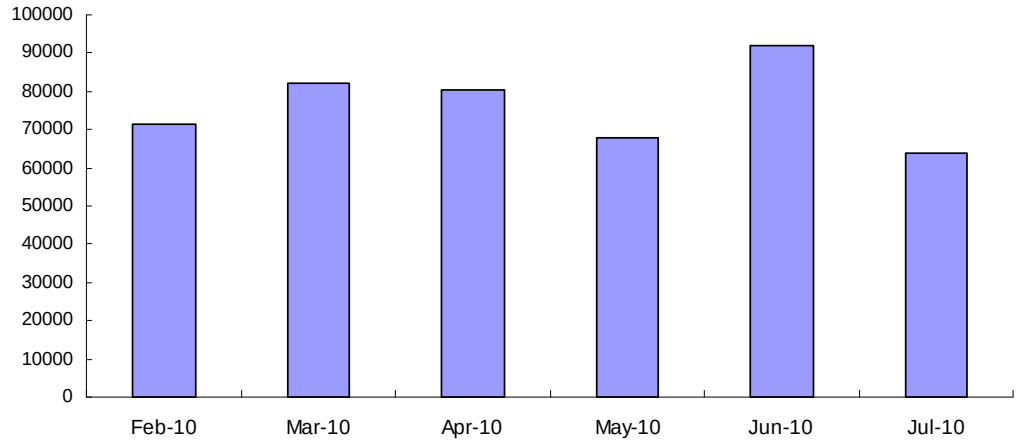
图 29：企业投资性质分类（单位：%）



资料来源：CEIC，长江证券研究部

另外一方面，商品房成交销售在 6 月刚出现好转，本月就再次出现回落。最新数据显示，1~7 月份全国商品房销售面积 4.58 亿平方米，比去年同期增长 9.7%，增幅比上半年回落 6 个百分点，其中商品住宅销售面积增长 7.1%。从我们每天观察的数据来看，成交的同比增速将会持续的下滑，下半年很有可能会出现负增长的态势。在这样的情况下，地产在 9 月份之后将面临投资回落、销售低迷、房价松动的局面。

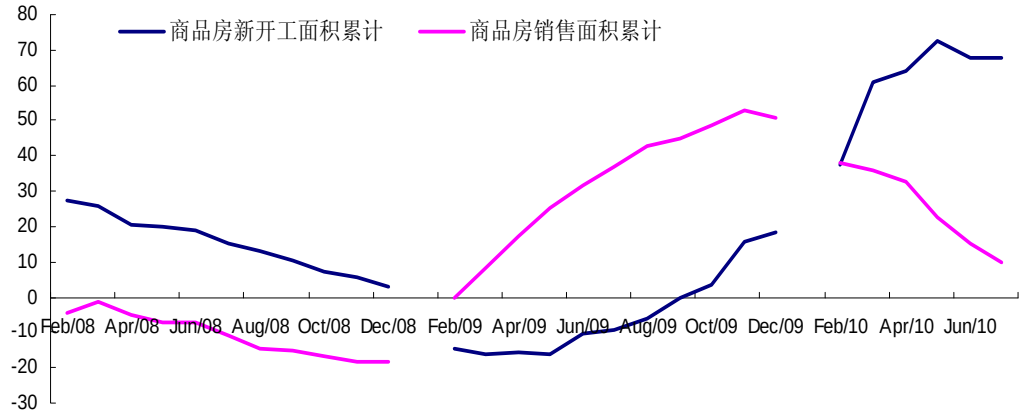
图 30：单月商品房销售面积（单位：%）



资料来源：CEIC，长江证券研究部

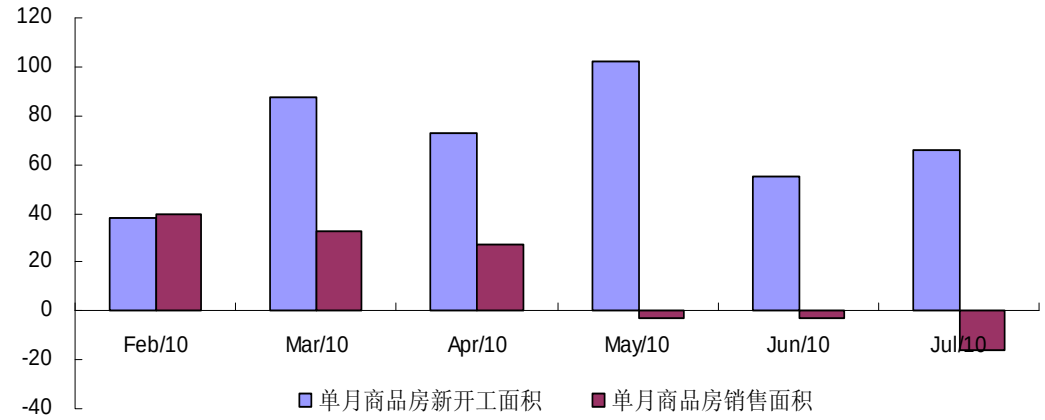
另外，值得注意的是，办公楼和商业营业用房分别增长 74.3%和 47.9%。这说明目前市场的资金在开始向商业地产流动，新的商业模式崛起已在准备中，这也意味着，调控政策对于房价变化以及开始产生了较为明显的影响，但在短期阶段性出口复苏仍在高位维持之时，调控仍将继续，而三季度是确认欧美经济趋势的关键时点，因此，政策在这时会继续僵持，这也决定了资本市场调整的逻辑。

图 31：商品房新开工面积与销售面积累计同比（单位：%）



资料来源：CEIC，长江证券研究部

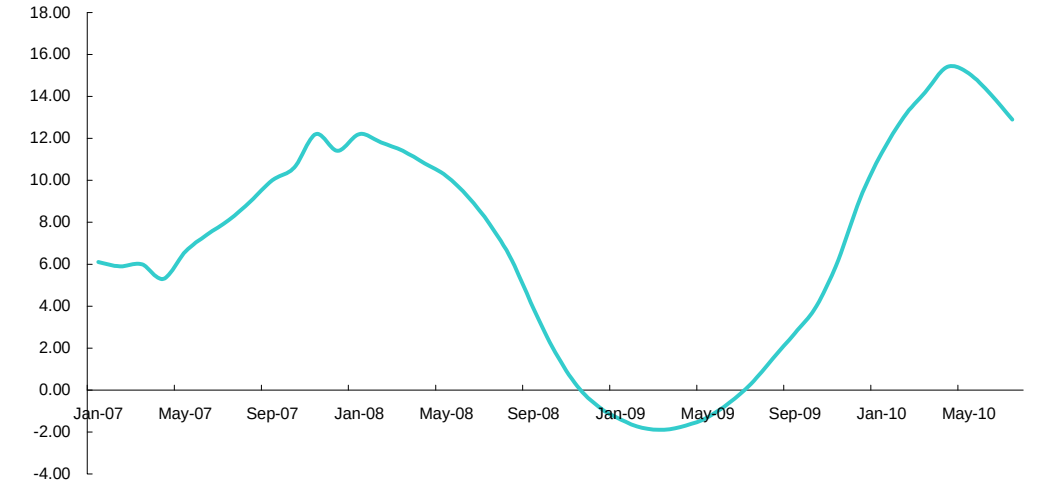
图 32：商品房新开工面积与销售面积单月同比（单位：%）



资料来源：CEIC，长江证券研究部

7 月份，全国 70 个大中城市房屋销售价格同比上涨 10.3%，涨幅比 6 月份缩小 1.1 个百分点，环比与上个月持平。新建住宅销售价格同比上涨 12.9%，涨幅比 6 月份缩小 1.2 个百分点；环比价格与上个月持平。目前房价还处于微跌的状态，政策也刚刚见效，如果价格依然坚挺将会使得整个行业的调整时间延长，甚至有可能招致政策的进一步出台。

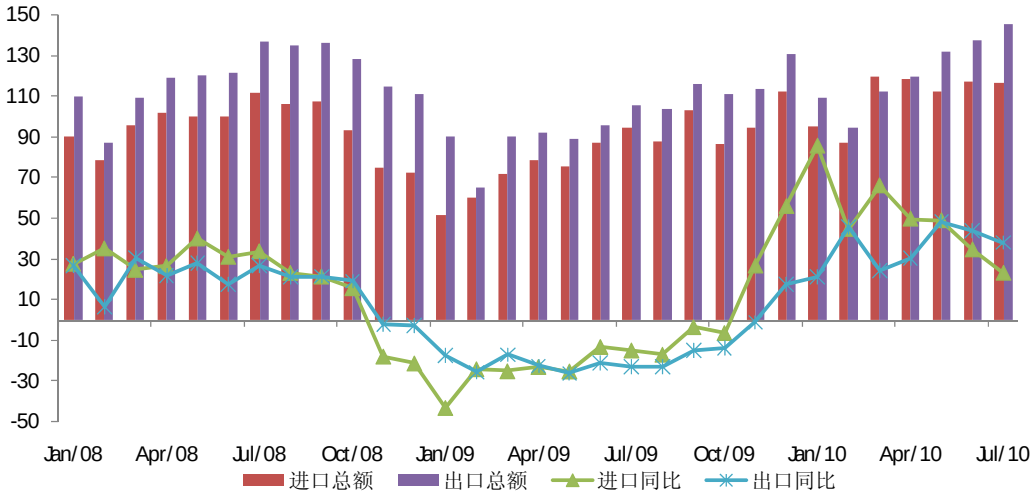
图 33：商品房新开工面积与销售面积单月同比（单位：%）



资料来源：CEIC，长江证券研究部

最后，从三驾马车的最后一大动力——出口来看，7 月份依然维持了超预期的增长，但是这主要来自上半年欧美企业库存重建的拉动，属于滞后的订单，伴随 5~6 月份欧美债务危机对需求的影响的滞后体现，预计 9 月份开始出口就将出现回落；另外一方面，下半年支撑外贸增长的主动力都是欧美圣诞季的订单，而目前三季度政策刺激和基数效应减弱后的美国经济面临三无式复苏的延续，使得外需回落对中国 9 月之后的出口影响不利；最后，6~7 月份人民币升值重启和出口退税政策的同步退出，对出口企业将产生较大的滞后冲击，这些都会在 9 月份开始显现。

图 34：中国月度进出口数据（单位：十亿美元，%）

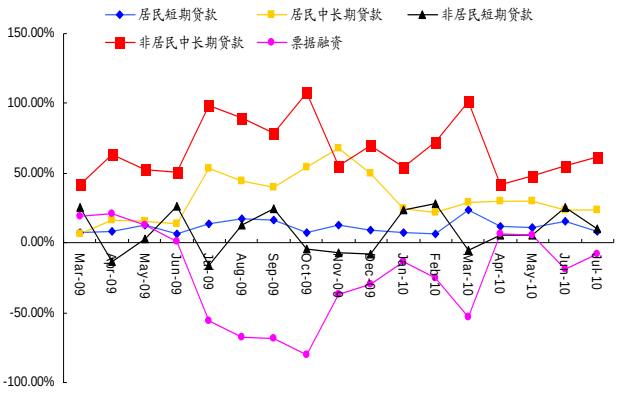


资料来源：CEIC，长江证券研究部

下半年信贷略松不改流动性下滑趋势

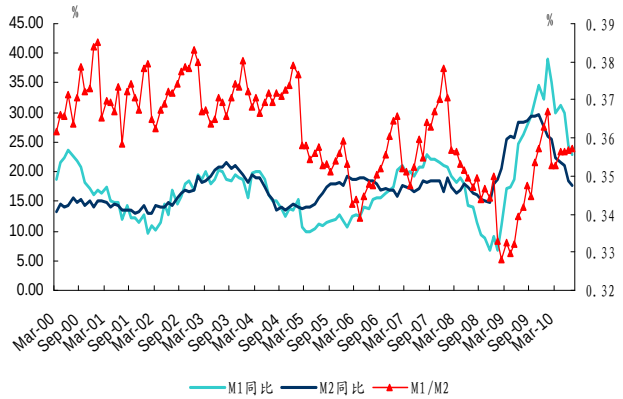
7 月人民币信贷投放 5328 亿，人民币存款 1609 亿元，规模符合监管要求。贷款期限依旧中长期化，其中分客户群来看，居民当月新增贷款环比减少 590 亿，其中短期消费新增贷款环比减少 462 亿，中长期居民新增贷款环比减少了 157 亿；非金融企业新增贷款环比减少 356 亿，其中短期新增贷款环比减少 1001 亿，票据继续压缩，减少规模环比下降 692 亿，企业中长期新增贷款环比减少 80 亿。存款增长缓慢，吸储压力继续笼罩。人民币存款余额同比增速比上月末下滑了 0.5 个百分点，其中住户存款减少了 425 亿。与此同时，M1、M2 同比增速分别为 22.9%和 17.6%，分别比上期低 1.7 和 0.9 个百分点，M1/M2 比例继续维持高位，通胀水平较高，存款继续活期化。

图 35：新增贷款结构分析（各项贷款占比）



资料来源：长江证券研究部

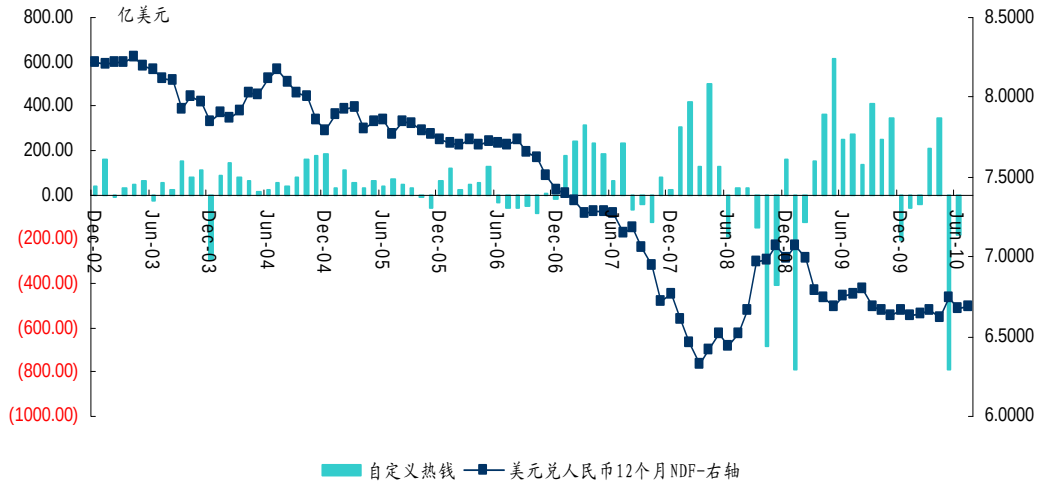
图 36：M1、M2 情况



资料来源：长江证券研究部

我们认为，7 月贸易顺差进一步扩大引发市场本币升值预期，是对未来的干扰因素。从 12 个月 NDF 和自定义的热钱来看，人民币升值预期依旧存在，热钱流出虽然短期内继续减缓，但是随着国内资产价格反弹预期升温，热钱重返的可能性在加大。

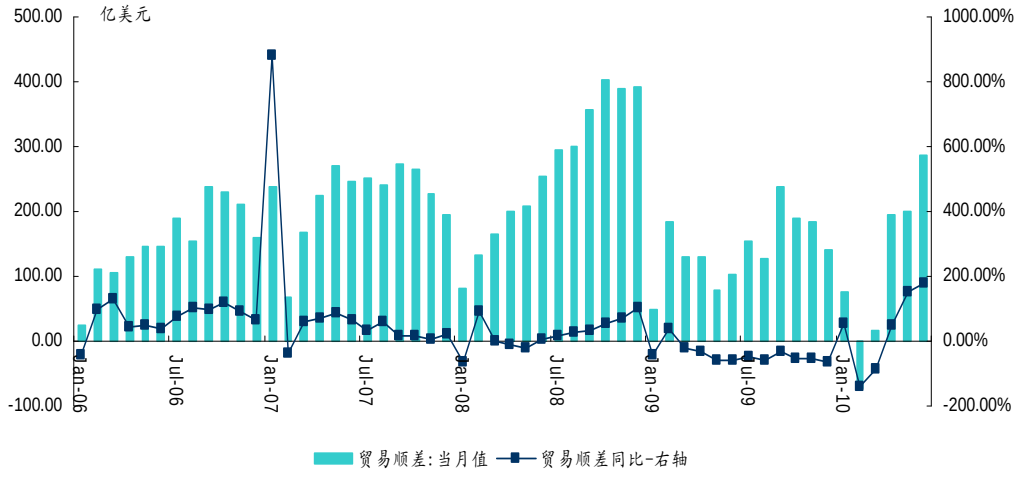
图 37：自定义热钱与美元兑人民币 NDF 关系图



资料来源：长江证券研究部

注：自定义热钱=当月外汇储备-当月贸易顺差-当月 FDI

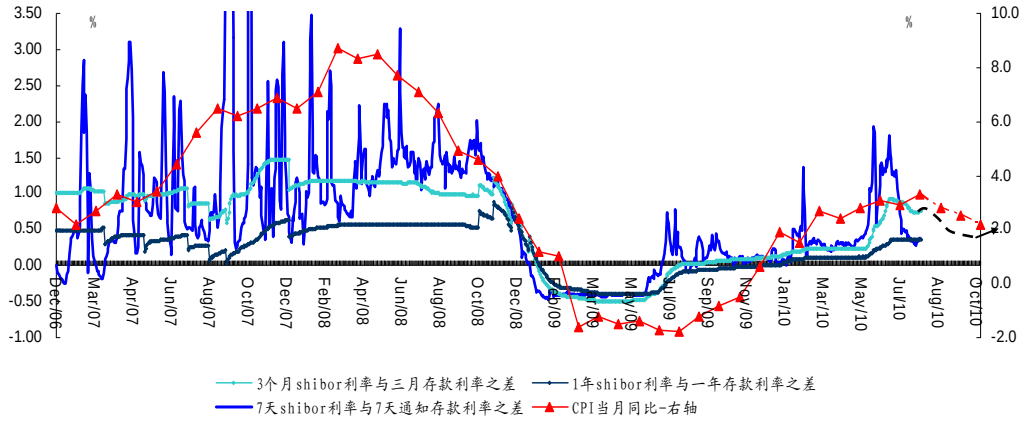
图 38：贸易顺差及同比



资料来源：长江证券研究部

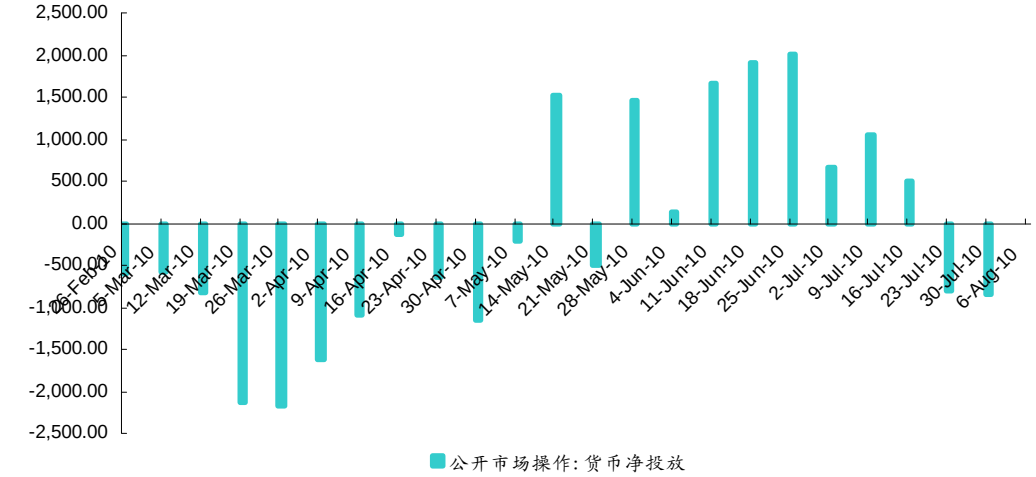
近来受国内自然灾害及低端劳动力成本上升，新涨价因素成为央行管理通胀预期的重要关注对象，短期内央行或继续保持净回笼操作，资金市场面临收紧的压力。如果新涨价因素不具有可持续性，则下半年通胀水平缓慢回落的可能性较大。目前资金面临紧张，商业银行超额存款准备金率降至历史最低水平，票据占比压缩至历史最低水平，工业增加值增速快速滑落，央行货币政策后续松动银根的概率比较大，因此我们认为中长期资金面有望得到缓解。

图 39：shibor 利率与存款利率之差和 CPI 同比



资料来源：长江证券研究部

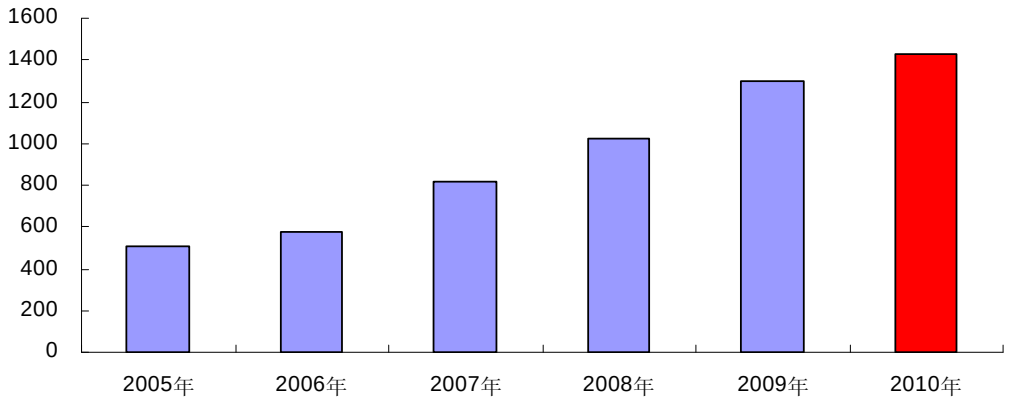
图 40：央行货币投放情况



资料来源：长江证券研究部

综合上述分析，从存贷款角度看，贷款结构延续中长期化趋势，票据占比继续下降，存款增长缓慢，企业资金流面临紧张；从拆借市场和央行操作上看，资金拆借利率仍处于高位，央行顾虑新涨价因素对通胀水平的冲击，短期继续净回笼概率较大，拆借利率短期内有反弹的可能；从热钱流出入角度看，前期受宏观调控影响，热钱净流出。以上因素看，资金面处于偏紧状况，并由于通胀因素、贷款额度控制等干扰，短期资金面仍将维持偏紧的状况。而按照我们的判断，8 月份信贷仍将接近 7 月 5000 亿的水平，货币调节依然将延续。我们虽然判断三季度广义流动性 M2 进入底部区域，但是代表企业资金需求的 M1 可能要等到年底才能出现触底征兆，这一点是我们对三季度股市反弹依然持谨慎态度的直接原因。

图 41：历年三季度新增贷款对比（红色为预测值）

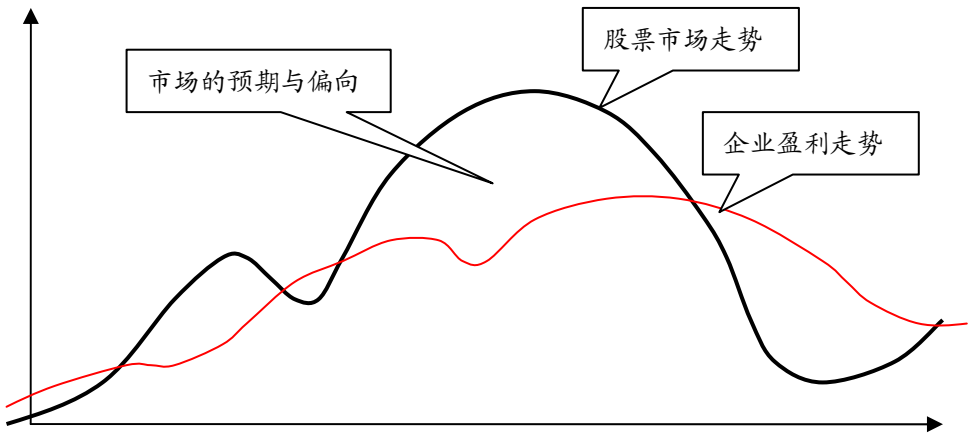


资料来源：长江证券研究部

投资策略：市场依旧维持弱势格局

目前来看，我们 6 月份就提出的内外叠加效应，不仅仅只是管理层对实体经济的说辞，其始终是贯穿三季度的市场主线。对于中国而言，政策预期可以直接影响宏观周期进而影响微观企业，虽然这种影响首先体现为对投资者预期的改变，从而导致市场的提前反应，但是认识的偏差或者主流偏向，最终将体现在基本趋势上，也就是企业的每股收益。从这个角度来看，反弹只是基于对政策释放预期的认识偏差，是市场预期对价格本身的干扰，错位的预期并不具备对基本趋势的正反馈效应。

图 42：股票市场中的反身性



资料来源：长江证券研究部

那么，目前的市场的弱势震荡和方向迷失，也反映出政策在此阶段的无所适从。一方面是三季度之后经济下滑的明确，并是且还有进一步下滑的可能；另一方面则是农产品、房价持续波动引致的价格管制压力。如此，政策本身就追随通胀陷入两难，用罗杰斯先生的话说“除非你知道你在做什么，否则你最好什么都别做”，那么，政策选择观望、落实更为现实。就短期而言，经济数据所显示的信号意义尤为重要。因此，8 月经济数据公布之前的股指运行仍将以弱势为主。在价格调控目标尚未实现的情况下，任何对于政策放松的预期都是奢望。

基于上面的分析，我们认为从两条主线展开配置较为理性。第一，降低中小盘的配置，提高调整充分、受政策调控影响较小或对政策调控已有成分反映的低 PE 蓝筹，如建筑建材、化工、钢铁等。第二，沿着库存周期的调整路径进行配置，看好乘用车、家电等终端需求行业的表现。这些行业调整较为领先，其率先走出低迷的概率较大。

附录

表 1：中国经济主要数据预测

	Y2009	Y2010M4	Y2010M5	Y2010M6	Y2010M7	Y2010M8E
工业增加值	11	17.8	16.5	13.7	13.4	13.1
CPI	-0.7	2.8	3.1	2.9	3.3	3.4
PPI	-5.4	6.8	7.1	6.4	4.8	5.1
投资增速	30.1	26.1	25.9	25	24.9	24.5
消费增速	15.5	18.1	18.7	18.3	17.9	17.8
出口	-16	30.5	48.5	43.9	38.1	32
进口	-11.2	49.7	48.3	34.1	22.7	30.5
M2	27.7	21.48	21	18.5	17.6	18
M1	32.4	31.25	29.9	24.6	22.9	21.5

请阅读最后一页评级说明和重要声明

分析师介绍

李冒余，北京师范大学金融学硕士，现为长江证券研究部首席宏观策略分析师，研究领域为宏观经济和投资策略。

对本报告的评价请反馈至长江证券机构客户部

姓名	分工	电话		E-mail
伍朝晖	副主管	（8621）68752398	13564079561	wuzh@cjsc.com.cn
甘　露	华东区总经理	（8621）68751916	13701696936	ganlu@cjsc.com.cn
王　磊	华东区总经理助理	（8621）68751003	13917628525	wanglei3@cjsc.com.cn
鞠　雷	华南区副总经理	（8621）68751863	13817196202	julei@cjsc.com.cn
程　杨	华北区总经理助理	（8621）68753198	13564638080	chengyang1@cjsc.com.cn
李劲雪	上海私募总经理	（8621）68751926	13818973382	lijx@cjsc.com.cn
张　晖	深圳私募总经理	（0755）82766999	13502836130	zhanghui1@cjsc.com.cn
沈方伟	深圳私募总经理助理	（0755）82750396	15818552093	shenfw@cjsc.com.cn

投资评级说明

行业评级　报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

看　　好：　相对表现优于市场

中　　性：　相对表现与市场持平

看　　淡：　相对表现弱于市场

公司评级　报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

推　　荐：　相对大盘涨幅大于 10%

谨慎推荐：　相对大盘涨幅在 5%～10%之间

中　　性：　相对大盘涨幅在-5%～5%之间

减　　持：　相对大盘涨幅小于-5%

无投资评级：　由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

重要声明

长江证券系列报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不代表对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告中所评价或推荐的证券没有利害关系。本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为长江证券研究部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。